

永赢基金乔敏：

构造“高精深”投研体系 夯实价值投资基础

□本报记者 徐金忠



乔敏，清华大学工学学士，长江商学院工商管理硕士，永赢基金研究总监兼基金经理。

实操之中磨合

永赢基金投研体系的建设，在实操中的效果如何？这样的体制机制安排，能否形成百花齐放而又高效的投研能力？

乔敏介绍，在具体的投研实操中，确实出现过自上而下与自下而上共振合力和相左协调的情况，但最终，投资和研究实现了较好的磨合。

“2019年6月，全球央行相继宽松，这时候自上而下的宏观策略就给出研判，认为这是一个‘衰退式宽松场景’，在这样的场景下会导致利率下行。映射到资本市场，具有估值弹性的板块较为受益。TMT行业由于具有成长性，贴现率对其估值的影响非常大，由此宏观视角的研判形成，衰退式宽松带来了估值弹性。此时，自下而上的研究将我们的投资进一步聚焦。行业研究员判断TMT行业中电子行业在下行周期已经徘徊一年多，出现见底迹象。此外下游应用中，无线耳机等一系列应用诞生，下游需求有坚实支撑。行业研究员给出的投资建议是电子行业向上概率较大。宏观研究和行业研究出现共振，最终的投资决策是超配电子行业。事后的投资成绩也证明了这一决策的正确性。”乔敏介绍。

而宏观研判和行业研究相左，但最终实现协调的例子则出现在对汽车行业的分析上。“当时同样是基于

去年利率下行的宽松环境，认为降息大环境形成，按照宏观逻辑分析，将有利于可选消费。以汽车行业来看，消费预期打开，车贷利率下行，在基数较低的情况下，行业可能复苏。但是行业研究员判断汽车排放的国家标准升级导致汽车行业面临较大不确定性。当时，我们通过反复沟通和交流，实现了微观研究对宏观研判的校正。最终，在国标升级且行业并未能做出提前准备的情况下，车企短时间不计成本清除库存，价格战打响，汽车行业个股的表现降至冰点。”乔敏回顾表示。

不论是共振还是校正，都需要宏观研判和行业研究的积累，其中以中微观的行业研究校正宏观大势的研判，更是需要行业研究体系和框架的积淀。据悉，永赢基金研究团队设有成熟完善的行业研究体系及研究框架，对研究深度提供有效的量化管理考核，力求研究的全面性及稳定性。同时搭建了完善的研究数据库，保证研究结果的延续性。

“研究体系和数据库的安排，意味着永赢基金的投研能力是可以实现传承和延续的。未来永赢基金将拥有不断完备的研究体系、研究框架、研究数据库，这是稳定的内核，也将是投资者选择永赢基金的一个关键因素。”乔敏表示。

追求投资新格局

投研体系的构建，最终将落地在投资能力上。据悉，永赢基金将于近期发行以研究能力为核心抓手的新基金——永赢竞争力精选混合型发起式基金，该基金将由乔敏担纲。永赢基金指出，我国基础产业的核心竞争力不断提升，部分优秀企业通过技术研发、产品升级、市场开拓、品牌树立、管理提升等，形成了具有壁垒的核心竞争力。中国庞大的本土市场将崛起，成为全球需求举足轻重的成长极，各领域龙头企业将享受规模效应的市场红利。永赢基金研究团队完全可以覆盖中信一级行业，力求在所有受益我国全球扩张的核心行业中优中选优。

具体来看，乔敏认为，在食品饮料、家电、汽车等消费行业中，市场集中度逐步提升，龙头企业到了可以掌握定价权的阶段。在新兴产业中，在全球互联网信息化、能源清洁化的大趋势下，我国吸纳了全球技术突破带来的红利，直接在新兴产业中应用最前沿的技术，在全球竞争中把握了历史机遇。中国在产业全球化转移的过程中，在智能制造、新能源汽车、机器人、消费电子等新兴产业，跃升为最大消费国、最高增

速国，并逐步具备完整产业链，是孕育全球巨头的最佳土壤。此外，在高端制造业和战略性基础产业上，国内产业的优势也将逐步体现，不断孕育机会。以自主可控为例，在贸易环境变化的背景下，自主可控迫在眉睫，国产化进程必然加快，行业机会随之而来。同样在周期行业，具有竞争力的企业可以穿越周期，卡位最优质的资源，掌握先进技术，降低生产成本，在行业低谷期仍然能够盈利，甚至能够逆周期扩张，扩大市占率。关注跨越周期、实现产能系列扩张、市场份额扩大等有机成长的行业龙头。

对于疫情冲击下的市场，乔敏表示，从历史经验来看，产业链国际转移是由劳动要素决定的长期趋势。国内产业升级是工程师红利和制度红利释放带来的时代机遇，短期疫情不能改变大势所趋。同时，危机事件往往带来不同程度的全球范围内弱势产能的出清，倒逼行业内部进行适应性的结构升级，优势产能的竞争力将进一步加强。“聚焦企业的全球竞争力，以合适的估值配置具有长期阿尔法的公司，将是不错的选择。”乔敏总结说。

投研引领价值

永赢基金作为近年来公募基金跑出的黑马，已经获得市场的重视与关注。海通证券数据显示，截至2019年四季度末，永赢基金最近一年权益类基金收益率为79.68%，排名全市场第一；最近两年固定收益类基金收益率为11.86%，在全部基金公司中排名前30%。乔敏认为，这是永赢基金投研团队建设成果的初步体现。

观察公募基金行业，很多公司仅有策略团队，而无宏观团队，这样的体系建设使其大类资产配置水平相对较弱，会对资产管理规模形成掣肘，配置切换和调仓换股的风险成本被放大。正是看到这一点，永赢基金在投研体系建设上，追求超前配置和顶级配置，坚持宏观团队和策略团队双管齐下，用宏观研究辅助策略研究，更加全面地把控大类资产配置，在仓位控制上也更具前瞻性，对管理大规模资金给予强有力的支持。“不同于专攻自下而上研究的传统投研模式，永赢基金选择头部公司布局机制，将自上而下与自下而上相结合，双重验证。在投资确定性上不仅有基金经理的经验把控，更有效机制的支持，能从政策、周期、左侧全方位控制风险。”乔敏介绍。

具体来讲，宏观策略通过对经济、政治、周期等宏观要素的分析，预判后续宏观走势；结合投资风险收益的相对比较，给出投资策略和行业配置建议；产业链划分成大组模式，分为周期组、消费组、TMT组、制造组等相互区隔又相互融通的大组，把握跨行业的主线性行情；行业研究员从中微观出发，佐证行业配置，提供行业配置策略及个股投资建议。

永赢基金这样的战略选择，可以说是主动提高标准，同时也是顺

势而为之举。“这样的选择，不是为了一时一事，而是从长久考虑，永赢基金需要打造大类资产配置能力，提前提升大资金管理的容量和能力。另外，永赢基金拥有天然的优势，与股东宁波银行在宏观研究上的互动交流，为永赢基金拓展投研的视阈提供了便利条件。”乔敏表示。

超前和高标准的投研体系建设，需要在构筑过程中求诸精细、精准、精妙。譬如研究员、基金经理、投研总监之间的配合，就是需要巧妙处理的关系。在乔敏看来，永赢基金在这方面的策略是化繁为简，回归本源。“我们的投研环境是精纯的。各司其职，互相尊重和认可专业性，又能互相取长补短。一旦形成共识，精纯的投研环境就能实现。”乔敏认为。

定位高远，求之精纯，对研究员来说，就只剩下将研究做实做深了，这便是永赢基金投研体系对于研究深度的追求。“研究员自下而上的研究不追求短平快和风口跟随的能力，而是严格考核其研究深度，通过与基金经理、投研总监现场推演、讨论、答疑等方式审核研究成果。资深研究员除个股研究外，还需要进行行业比较和产业链协同研究，当然也要求其个股判断结果更为全面和深刻。我们认为，深度研究为低换手率、低波动率的价值投资提供了坚实基础，这也更有利于大规模资金的管理。”乔敏称。

永赢基金这样的投研体系构建，决定了在研究员的选择和录用上相对严格。“我们近期收到很多研究员投来的简历，公司深度投研互动的方式是很多人认可的。我们也通过重重筛选而成功留下来的研究员提供更好的机会，比如在研究岗位上的安排乃至向投资领域的转型。”乔敏表示。

永赢基金是近年来公募基金行业跑出的的一匹黑马，其自上而下与自下而上相结合的投资方法，在行业内独树一帜。但投资并不是空中楼阁，投资团队的背后是永赢基金在投研体系上“高、精、深”的战略构建。

“永赢基金投研团队参考行业顶级配置，在权益、固收投资板块皆设有宏观团队，具有银行体系注重大类资产配置的风格。深入的宏观研究支持前瞻的策略研究，善于从基本面出发，发掘投资机会，深度研究，更具前瞻性，大资金管理更可控。”日前，永赢基金研究总监、基金经理乔敏在接受中国证券报记者采访时表示。

在乔敏看来，“高”意味着超前配置和顶级配置，不为一时而求长远；“精”意味着投研体系的精细、精准、精妙，更是精纯，一旦体系精纯，人员精纯，则目标明确，有的放矢；“深”则是投研需要深挖、深耕，用深度研究为低换手率、低波动率的价值投资夯实基础，锻造承接大规模资金的管理能力。

隽永以为赢。永赢基金计之深远的投研体系建设，将收获怎样的硕果？时间会给出答案。